



Reserve-diversificatie

DRS. A. VAN T VEER*

Inleiding

Op 20 maart jl. meldde *The Herald Tribune* 1) dat West-Duitsland een bedrag van DM 5 mrd. aan overheidspapier rechtstreeks had geplaatst bij centrale banken in het Midden-Oosten, hetgeen gezien kan worden als een belangrijke beleidswijziging aangaande het ontmoedigen van het gebruik van de D-Mark als internationale reservevaluta. Reeds eerder dit jaar maakte de *Japan Economic Journal* 2) bekend, onder de kop „Mid-east petrodollars are pouring into Japan”, dat de groeiende kapitaalstroom uit het Midden-Oosten naar Japan de tendens weerspiegelt om de verkregen rijkdommen uit olie in meerdere mate aan te houden in andere valuta's dan de dollar.

Deze belangstelling voor de yen en in het bijzonder voor de D-mark bij centrale banken en particuliere dollarbezitters bij hun streven het reservebezit, en daarmee het risico over dit bezit, te spreiden is niet slechts van recente datum. Deze ontwikkeling heeft zich reeds eerder ingezet en met name de Duitse autoriteiten hadden tot voor kort hun bezorgdheid over deze ontwikkeling

naar een grotere reserverol voor de D-Mark bij herhaling laten blijken. De recente beleidswijziging aangaande de reserverol van de D-mark moet dan ook worden toegeschreven aan de omvangrijke omslag in de lopende rekening van Duitsland.

Onderstaand wordt op deze ontwikkelingen in de deviezencomponenten van de internationale reserves ingegaan. Daar wat betreft de particuliere sector weinig recente gegevens beschikbaar zijn wordt de aandacht gericht op de officiële deviezenreserves, d.w.z. deviezen in handen van de nationale monetaire autoriteiten.

Monetaire veranderingen

Onder het z.g. Bretton-Woodsstelsel van vaste, doch aanpasbare wisselkoersen („adjustable peg”) bestond er weinig reden het deviezenbezit te diversificeren. De dollar was de belangrijkste valuta in het internationale betalingsverkeer en de VS hadden de convertibiliteit (inwisselbaarheid) van de dollar voor goud tegen een vaste prijs gegarandeerd. De omvang van andere buitenlandse valuta's in het deviezenbezit van monetaire autoriteiten kon beperkt blijven tot noodzakelijke transactiekassen. Na het ineenstorten van het Bretton-Woodsstelsel en het opzeggen van de dollarconvertibiliteit door de VS in 1971 3) nam een periode met zwevende wisselkoersen een aanvang. Hiermede verviel ook de zekerheid van een stabiele waarde van de dollar en nam het risico van omvangrijke koersverliezen over een deviezenbezit voornamelijk bestaande uit dollars aanzienlijk toe.

Toen in de jaren 1970 en 1971 het vertrouwen in de dollar als gevolg van omvangrijke tekorten op de Amerikaanse betalingsbalans daalde, konden centrale banken op straffe van een internationale monetaire crisis hun dollars moeilijk en masse bij de VS voor goud ter omwisseling aanbieden. Het dollarbezit in handen van monetaire autoriteiten nam in deze jaren zelfs sterk toe, doordat de particuliere sector omvangrijke dollarsaldi voor andere valuta's bij hen ging omwisselen. Bedroeg per ultimo 1969 het bezit van centrale banken en overheden

aan dollarverplichtingen van de VS nog 35% van het totaal van deze verplichtingen, per ultimo 1971 was dit gestegen tot 75%. Het aandeel van de particuliere sector daalde in die periode van 62% naar 22%.

De vraag rijst nu of, en zo ja in hoeverre, gedurende de jaren sedert het ineenstorten van het Bretton-Woodsstelsel 4) reserve-diversificatie in het officiële deviezenbezit heeft plaatsgevonden. Onderstaande tabel geeft een overzicht van de ontwikkeling in de samenstelling van het officiële deviezenbezit sedert 1970.

Tabel. Samenstelling officiële deviezenbezit 1970-1978, in \$ mrd., jaarultimo's; cijfers tussen haken: procenten van het totaal

Jaar	US-dollar	Pond sterling	D-mark	France franc	Zw. franc	Overig	Totaal
1970	34,2(75)	4,5(10)	0,8(2)	0,5(1)	0,3(1)	5,1(11)	45,4
1975	123,7(77)	5,9(4)	9,6(6)	1,7(1)	2,4(2)	16,0(10)	160,2
1977	185,7(76)	4,3(2)	18,1(7)	1,6(1)	4,2(2)	28,1(12)	243,0
1978	212,6(74)	4,5(2)	25,1(9)	2,2(1)	4,8(2)	37,2(12)	287,7

Bron: IMF.

Uit de gegevens tot ultimo 1978 kan niet worden geconcludeerd dat van een algemene diversificatie uit de dollar sprake is geweest. Het aandeel van de dollar in het totaal van het officiële deviezenbezit is opmerkelijk stabiel gebleven. Dit behoeft evenwel nog niet te impliceren dat monetaire autoriteiten in bepaalde landen of groepen van landen niet tot diversificatie uit de dollar zijn overgegaan. Een daling van het aandeel van de dollar bij deze landen zou dan gecompenseerd moeten zijn door een toename bij andere landen. Uit een onderzoek verricht door het IMF 5) blijkt dat de samenstelling van de deviezenreserve per land in hoge mate afhankelijk is van het gevolgde wisselkoerssysteem. Zo lag het aandeel van de D-mark bij centrale banken, die de waarde van hun valuta koppelen aan de

*De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de Amro Bank. Het artikel is geschreven à titre personnel.

1) *The International Herald Tribune*, 20 maart 1980, blz. 7.

2) Vol. 18, nr. 888.

3) In mei 1971 staakten de monetaire autoriteiten in West-Europa en Japan de interventies met betrekking tot de dollar. In augustus 1971 schortten de VS de convertibiliteit van de dollar op. Een poging tot herstel volgde in december 1971 (Smithsonian Agreement). Maar 1973 hield het Bretton-Woodssysteem definitief op te functioneren.

4) Williamson heeft er terecht op gewezen dat niet alle verworvenheden van het Bretton-Woodsstelsel verloren zijn gegaan. Marktconvertibiliteit, d.i. de mogelijkheid voor de particuliere sector valuta's vrijelijk om te wisselen, en internationale monetaire samenwerking bleven voortbestaan. De officiële convertibiliteit en het systeem van vaste doch aanpasbare wisselkoersen werden opgeheven. J. Williamson, *The failure of world monetary reform 1971-1974*.

5) *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank*, november 1979, blz. 32.

SDR of andere munteenheid, per ultimo 1977 reeds op ca. 17% tegen 7% gemiddeld.

Ruding wees op de interventiepolitiek van diverse monetaire autoriteiten (vooral van Duitsland en in mindere mate van Japan en Zwitserland) in de jaren 1976-1978 ter ondersteuning van de dollar welke een beginnende, maar niet onbelangrijke diversificatie door andere marktpartijen — met name veel middelgrote en kleinere landen, waaronder nogal wat ontwikkelingslanden en de particuliere sector — mogelijk heeft gemaakt. Deze konden hierdoor een deel van hun bezit aan dollars omwisselen in sterker geachte valuta's resp. hun reserves laten toenemen in andere valuta's dan de dollar (6). In het laatste jaarverslag van het IMF wordt ook gesteld dat „... the rate of change of foreign exchange reserves is related to changing tendencies in exchange market intervention in response to movements of exchange rates, For instance, at times when the U.S. dollar declines against other currencies in general — as measured, say, by movements in the exchange rate between the SDR and the US-dollar there is a tendency for official US-dollar holdings to be increased through purchases in the exchange markets designed to reduce the rate of appreciation of other currencies against the US-dollar” (7).

In het bijzonder in 1977 en de tweede helft van 1978 nam het officiële dollarbezit sterk toe, met name bij geïndustrialiseerde landen in Europa en bij Japan. Tot 1 november 1978, toen de VS zich waren gaan realiseren dat de markt niet altijd in staat blijkt te zijn om de juiste wisselkoers tot stand te brengen en dat „overshooting” via interventies voorkomen diende te worden, rustten de lasten voor het corrigerend optreden bijna geheel op de schouders van geïndustrialiseerde landen in Europa en op Japan.

Geconcludeerd kan derhalve worden dat tot ultimo 1978 van een algemene diversificatie uit de dollar geen sprake is geweest. Wel blijkt dat diversificatie bij bepaalde landen, nl. die hun valuta hebben gekoppeld aan een z.g. valutamand, reeds in niet geringe mate heeft plaatsgevonden.

Ten aanzien van diversificatie van reserves schrijft het IMF in haar laatste jaarverslag dat, hoewel gedurende de laatste jaren diversificatie van officiële deviezen geen belangrijke oorzaak voor wisselkoersveranderingen of reservestromen lijkt te zijn geweest, het denkbaar is dat op de lange termijn landen hun reserves niet meer voor zo'n overgroot deel in één valuta (dollars) wensen aan te houden (8).

Na het pakket van maatregelen van 1 november 1978, en niet in het minst door het teken van de Amerikaanse autoriteiten dat zij nu bereid zijn de koers van de dollar te steunen, heeft de

dollar zich goed weten te handhaven. Hoewel de dollar in het najaar van 1979 weer onder druk kwam te staan hebben de ontwikkelingen in Iran zelfs niet kunnen voorkomen dat de koers van deze valuta zich goed wist te handhaven. Het is zeer wel mogelijk dat monetaire autoriteiten, zowel in ontwikkelingslanden als in geïndustrialiseerde landen, deze periode van rust zullen aangrijpen om hun reservebezit (verder) te diversificeren en aldus het dollardeel tegen een niet al te ongunstige koers zullen trachten te doen verminderen.

Grotere rol D-mark

Uit de tabel blijkt dat de rol van de D-mark als reservevaluta is toegenomen. Deze toenemende betekenis van de D-mark is gepaard gegaan met een dalende betekenis van het Engelse pond als reservevaluta. Het aandeel van het pond in het totaal der officiële deviezenreserves is afgenomen van ca. 10% per ultimo 1970 tot ca. 2% per ultimo 1978. Het aandeel van de D-mark nam in die periode toe van 2% tot 9%. Volgens gegevens van de Bundesbank zou dit aandeel per ultimo 1978 zelfs ruim 11% hebben bedragen (9).

De zorgen bij de Duitse monetaire autoriteiten over een toenemende rol voor de D-mark als reservevaluta zijn bepaald niet ongegrond. De grotere hoeveelheid door buitenlanders aan te houden marken zal het de Duitse monetaire autoriteiten bemoeilijken de mogelijke liquiditeitsverruimende effecten te compenseren en daarmee bij voortduring een effectief anti-inflatiebeleid te voeren. De Duitse (en ook de Japanse) geld- en kapitaalmarkt is van veel beperkter omvang dan die van de Verenigde Staten en daardoor in veel beperktere mate in staat om in tijden van valutaire spanningen schokken op te vangen. Tot voor kort vertoonde de Amerikaanse handelsbalans omvangrijke tekorten en stond de dollarkoers, als gevolg van de omvangrijke dollarstroom vanuit de VS, bijna voortdurend onder druk. Tegenover tekorten bij de VS stonden overschotten bij onder meer Duitsland en Japan, hetgeen resulteerde in een relatief gezien grote vraag naar de sterk geachte valuta's van deze landen.

De zorg over een voortdurende appreciatie van de D-mark en de bezorgdheid over een niet gewenste reserverol voor deze valuta is een belangrijke reden geweest voor de positieve opstelling van Duitsland ten aanzien van het tot stand brengen van het EMS. Via een vastere band tussen de D-mark en de valuta's van Duitslands belangrijkste handelspartners in Europa zou kunnen worden voorkomen dat de koers van de D-mark te sterk gaat stijgen t.o.v. die valuta's en daarmee zou dan kunnen worden voorkomen dat Duitsland een te groot concurrentienadeel zou krijgen.

Deze ontwikkeling naar een grotere reserverol voor de D-mark kan niet los worden gezien van de toenemende economische betekenis van Duitsland. Zoals de overheersende economische betekenis van de VS sedert de tweede wereldoorlog zich weerspiegelde in de rol van de dollar, zal de toenemende betekenis van landen als Duitsland en Japan niet zonder gevolgen kunnen zijn voor de valuta's van deze landen. De nieuwe Bundesbankpresident, Poehl, schijnt meer dan zijn voorganger, Emminger, bereid te zijn deze realiteit te accepteren. Tijdens zijn eerste rede als president van de Bundesbank zei hij onder meer dat „a strong mark is an attractive mark and it is no wonder that demand for it as an investment and reserve currency is increasing in the world. I fear we have to live with this whether we like it or not”.

Het lijkt aannemelijk dat deze houding van de nieuwe Bundesbankpresident mede is ingegeven door de omslag op de lopende rekening van Duitsland. Een groter gebruik van de D-mark als transactie- en reservevaluta stelt Duitsland immers in staat om een groter deel van het betalingsbalanstekort te financieren met eigen D-marken. Ook de recentelijk door Japan genomen maatregelen ter liberalisatie van het externe kapitaalverkeer zouden mede in dat licht kunnen worden gezien.

Overigens zal een dergelijk diversificatieproces via de valutamarkten slechts zeer geleidelijk kunnen verlopen. Immers een, in relatie tot de tijd, omvangrijk diversificatieproces zou tot zodanige koersmutaties aanleiding geven dat diversificatie zeer onaantrekkelijk wordt. Een omzetting van b.v. 12% van het officiële dollarbezit in D-marken zou in een verdubbeling van de hoeveelheid D-marken in het officiële deviezenbezit resulteren.

Een mogelijkheid om reserve-diversificatie tot stand te brengen, zonder de koers van de valuta waarin diversificatie plaatsvindt omhoog te drijven (en de dollarkoers omlaag), is aankoop buiten de valutamarkten om. Volgens de *Japan Economic Journal* (10) heeft de centrale bank van Saoedi-Arabië (SAMA) gedurende de drie maanden na oktober vorig jaar voor een bedrag groot \$ 230 mln. aan Japans overheids-papier rechtstreeks van de Japanse centrale bank gekocht. Het feit dat de Japanse centrale bank dit heeft laten uitlekken zou ook een aanwijzing kunnen zijn dat Japan niet afkerig staat tegenover een enigszins grotere rol voor

6) H. O. C. R. Ruding, De voorziening van internationale liquiditeiten, reserves en kredieten: de rol van het IMF, Pré-advies, NIBE, publikatie nr. 35, 1979, blz. 45.

7) IMF, jaarverslag 1979, blz. 49.

8) *Idem*, blz. 55.

9) *Monatsberichte*, t.a.p., blz. 32.

10) Vol. 18, nr. 891.

de yen als reservevaluta. Ook de recente directe plaatsing van Duits overheids-papier in Saoedi-Arabië verschaft de monetaire autoriteiten van dit land de mogelijkheid het reservebezit verder te diversificeren. Voor Duitsland heeft de transactie met Saoedi-Arabië het voordeel dat de netto kapitaalexport afneemt.

Voor zover de door Saoedi-Arabië verkregen D-marken permanent als internationale reserves in omloop blijven heeft het tevens als voordeel dat Duitsland een niet gering deel van de olieimport op goedkope wijze heeft kunnen financieren. Momenteel is de dollar door de hoge rentestand in de VS opmerkelijk sterk. Wanneer te zijner tijd het rentever-schil met Duitsland gaat afnemen en de Duitse handelsbalans zich gaat herstellen zal de D-mark zijn sterke positie hoogstwaarschijnlijk weer gaan inne-men. Een voortgaand proces waarbij de markt een grotere rol als reservevaluta gaat spelen zal dan door een minder dan volkomen elastisch aanbod van D-mar-ken resulteren in een extra opwaartse druk op deze valuta. Hierdoor zal een zekere overwaardering onvermijdelijk zijn.

Ook voor het Nederlandse wisselkoersbeleid zou een dergelijke rol voor de D-mark en de daarmee gepaard gaande opwaartse druk op de koers van de D-mark niet zonder gevolgen kunnen zijn. Gegeven het relatief grote aandeel van Duitsland in onze externe handel is het Nederlandse wisselkoersbeleid er in het bijzonder op gericht een stabiele wisselkoersrelatie met de D-mark te handhaven. Hoewel moeilijk kwantificeerbaar kan betwijfeld worden of de gulden met de D-mark mee zou moeten gaan voor dat deel van een D-mark-appreciatie dat een gevolg is van de extra vraag naar deze valuta uit hoofde van die toenemende reserverol.

Substitutierekening

Gegeven het feit dat niet verwacht kan worden dat landen op langere termijn bereid zullen zijn het overgrote deel van hun deviezen aan te houden in één enkele valuta lijkt, indien geen alternatief wordt geboden, een ontwikkeling naar een multi-reservesysteem onvermijdelijk. Gezien het gevaar verbonden aan zo'n multi-reservesysteem van regelmatig versturende portfolio-aanpassingen verdient het alternatief dat momenteel onderwerp van studie is binnen het IMF, de z.g. substitutierekening, serieuze overweging 11). Via zo'n rekening zouden monetaire autoriteiten in de gelegenheid kunnen worden gesteld de door hen als overtollig beschouwde dollarsaldi om te wisselen voor in SDR's gedenomineerde vorderingen. Hiermede zou het diversificatieproces in goede banen geleid kunnen worden en de kans op versturende ontwikkelingen op de valutamarkten kunnen worden verkleind. Echter, als gevolg van de huidige hoge

rente in de VS bestaat er een grote kans dat tijdens de vergadering van het Interim Comité in april te Hamburg het animo voor een omvangrijke substitutieoperatie gering zal zijn. Eén of meer substitutieoperaties geven nog geen garantie voor een beter internationaal monetair systeem. Doelstelling moet zijn om zowel de samenstelling als de omvang van de internationale reservemassa beter te beheersen. Hiertoe zijn spelregels vereist welke onder meer moeten waarborgen dat zowel tekortlanden als overschotlanden een actief beleid zullen voeren ter voorkoming van langdurige betalingsbalansonevenwichtigheden. Deze grotere mate van betalingsbalansdiscipline kan vanzelfsprekend niet beperkt blijven tot de lopende rekening.

Conclusie

Het spreekt voor zich dat een internationaal monetair systeem, waarin de SDR de belangrijkste plaats inneemt, slechts geleidelijk tot stand kan komen. De SDR zal een lange periode

van groei tot volwassenheid moeten doormaken en derhalve zal de dollar nog gedurende een lange periode de voor-naamste rol als internationale transactie- en reservevaluta blijven spelen. Dit zal betekenen dat gedurende die lange periode het proces waarbij andere valuta's een deel van de rol van de dollar zullen overnemen, zal voortgaan. Het is dan ook zeer gewenst dat ter voorkoming van versturende portfolio-aanpassingen en daarmee van verstoringen van de internationale valutamarkten, een grotere mate van coördinatie zal plaatsvinden tussen de belangrijkste reservevalutalanden en de grotere OPEC-landen. Het zal de rust op de valutamarkten ten goede komen wanneer met name de belangrijkste reservevalutalanden bij voortdurende meer overeenstemming weten te bereiken over het te volgen wisselkoersbeleid en dus over de gewenste onderlinge koersontwikkelingen.

A. van 't Veer

11) Zie ook: A. van 't Veer, De substitutierekening opnieuw ter discussie in het IMF, *ESB*, 19 september 1979, blz. 952-959.